

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福

执业编号: S0500511010003

联系人:

罗文波

Tel: 021-68634518-8273

E-Mail: lwb3323@xcsc.com

陈乐天

Tel: 021-68634518-8616

E-Mail: clt3326@xcsc.com

事件:

2011 年 1-5 月规模以上工业企业实现主营业务收入 311004 亿元, 同比增长 29.4%。应收账款 64564 亿元, 同比增长 22.3%。产成品资金 25077 亿元, 同比增长 22.6%。营业利润 19203 亿元, 同比增长 27.9%。

➤ **工业企业盈利累计增速持续下降, 私营企业逆境盈利能力最强**

从数据来看, 工业企业盈利累计增速在持续下降, 1-5 月累计增速为 27.9%, 低于 1-4 月份的 29.66%。在规模以上工业企业中, 国有及国有控股企业利润同比增长 19.6%, 低于 1-4 月份的 21.5%; 集体企业实现利润同比增长 29.8%, 低于 1-4 月的 32.9%; 股份制企业实现利润同比增长 33.1% 低于 1-4 月的 34.7%; 其中, 盈利能力最强的仍是私营企业, 实现利润同比增长 45.2%。

➤ **行业内出现结构性分化, 上游原材料制造业景气度维持高位**

5 月份工业企业盈利增速普遍下降, 但行业内有结构性不同。上游制造业利润仍维持较高的增速水平。具体来说, 在 39 个工业大类行业中, 37 个行业利润同比增长, 2 个行业同比下降。同比增速维持高位的行业主要集中于上游原材料制造业: 石油和天然气开采业利润同比增长 37%, 黑色金属矿采选业增长 55.9%, 化学原料及化学制品制造业增长 57.4%, 化学纤维制造业增长 56.9%, 有色金属冶炼及压延加工业增长 35.3%。

➤ **货币积累效果仍在继续, 企业盈利增速最坏时刻可能在第三季度**

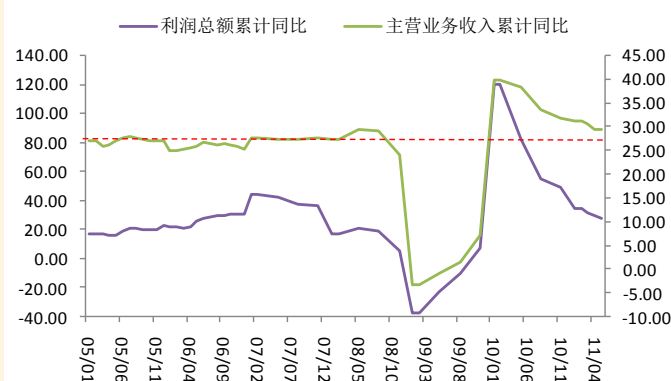
我们坚持报告的一贯看法, 企业盈利状况的最坏时刻并没有到来。首先, 从工业企业库存水平来看, 整体库存水平仍处于较高位置, 随后几个月去库存过程仍将继续; 其次, 货币政策的积累效果仍在继续。尽管市场已经普遍预期 6 月份将是今年通胀的峰值, 政府在加息问题上也一再谨慎, 但目前整体的负利率缺口水平仍需要提高利率来调节。

结合历史数据可以看到, 从 2000-今总共完成三次相对完整的库存周期。去库存周期长短与去库存激烈程度紧密相关。根据我们逻辑, 若本次去库存推断逻辑假成立, 企业盈利增速放缓已成定局。基于我们对宏观经济形势及政策的判断, 本次企业去库存应相对较为温和, 对应的时间可能要较长, 约为 5-6 个月, 对应的时间节点大概在第三季度末。

一、 去库存与货币紧缩效果逐渐显现，企业利润增速放缓

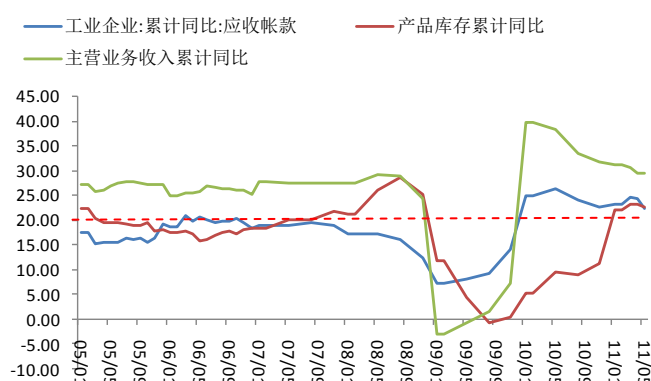
2011 年 1-5 月规模以上工业企业实现主营业务收入 311004 亿元，同比增长 29.4%，低于 1-4 月份的 29.47%。应收账款 64564 亿元，同比增长 22.3%，低于 1-4 月份的 24.03%。产成品资金 25077 亿元，同比增长 22.6%。营业利润 19203 亿元，同比增长 27.9%，低于 1-4 月份的 29.66%。从数据来看，主营业务收入累计环比降低 0.7 个百分点，而利润累计增速环比降幅 1.76%。利润降幅远远高于主营业务降幅是两种原因，一是生产成本的累计降幅低于利润累计增幅；其二，企业费用成本尤其是货币紧缩导致财务成本费用的提高。

图 1 企业盈利降速高于主营业务收入



资料来源：ceic，湘财证券研究所

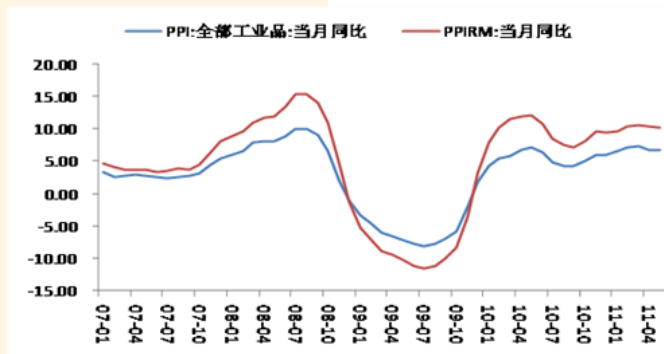
图 2 企业整体库存仍较处于高水平



资料来源：ceic，湘财证券研究所

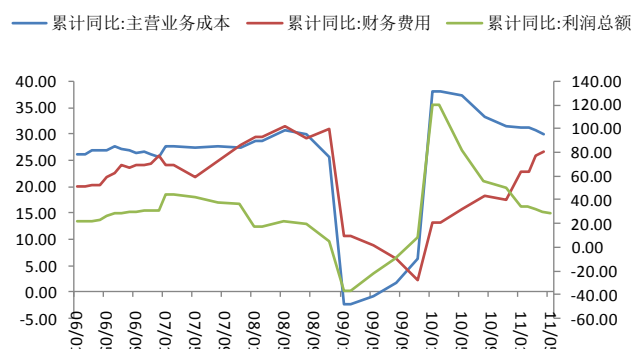
在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润 6334 亿元，同比增长 19.6%；集体企业实现利润 298 亿元，同比增长 29.8%；股份制企业实现利润 10872 亿元，同比增长 33.1%；外商及港澳台商投资企业实现利润 5177 亿元，同比增长 15.4%；私营企业实现利润 4973 亿元，同比增长 45.2%。

图3 企业盈利降速高于主营业务收入



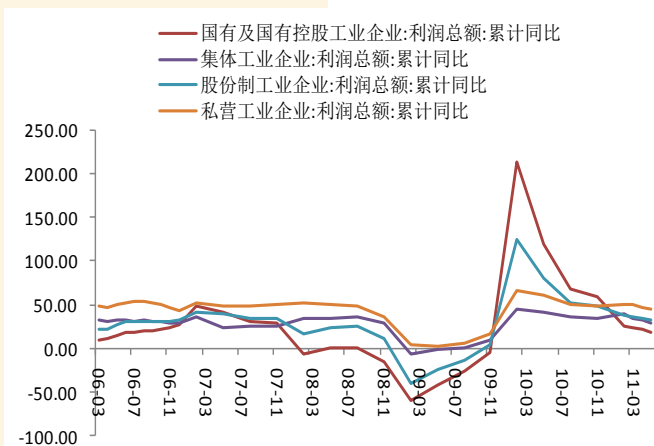
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图4 企业财务成本大幅上升



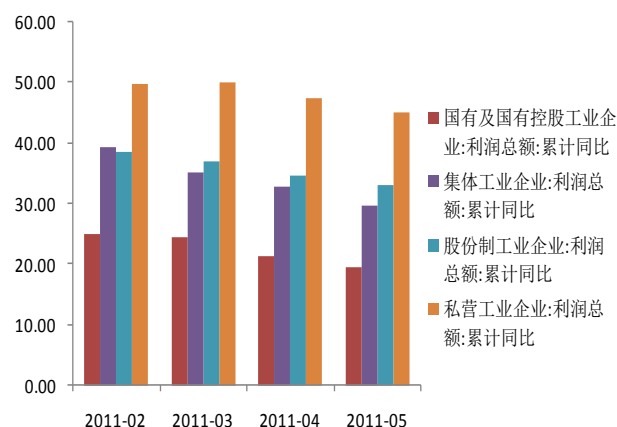
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图5 各类型企业盈利增速皆放缓



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图6 1-5月各类型企业利润累计增速放缓趋势未改



二、 行业内部出现结构性分化，上游企业仍保持较高增速

在 39 个工业大类行业中，37 个行业利润同比增长，2 个行业同比下降。主要行业利润增长情况：石油和天然气开采业利润同比增长 37%，黑色金属矿采选业增长 55.9%，化学原料及化学制品制造业增长 57.4%，化

学纤维制造业增长 56.9%，有色金属冶炼及压延加工业增长 35.3%，交通运输设备制造业增长 11.8%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 2.5%，电力、热力的生产和供应业增长 7.8%，石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 51%，黑色金属冶炼及压延加工业下降 1.1%。

本次库存调整的动力是终端需求的放缓。1-5 月份数据显示，受益于大宗商品的价格高位维持的影响，上游原材料制造业仍然维持着较高的利润增速，如有色金属行业、化学原料及制造业、化学纤维制造业等。终端制造业盈利情况不容乐观，交通运输设备制造业与通信设备、计算机等电子设备制造业的利润增速降低到个位数。

图 7 原材料制造业仍保持较高景气度

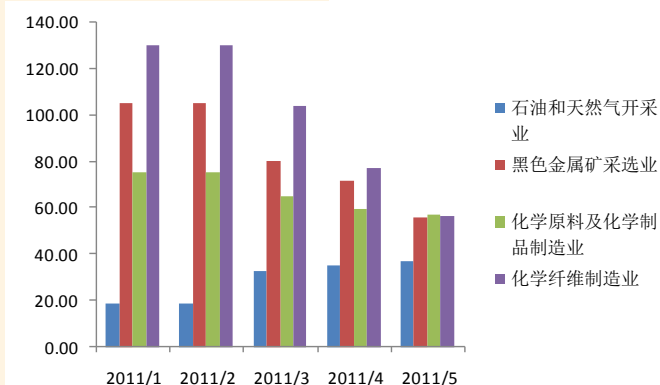
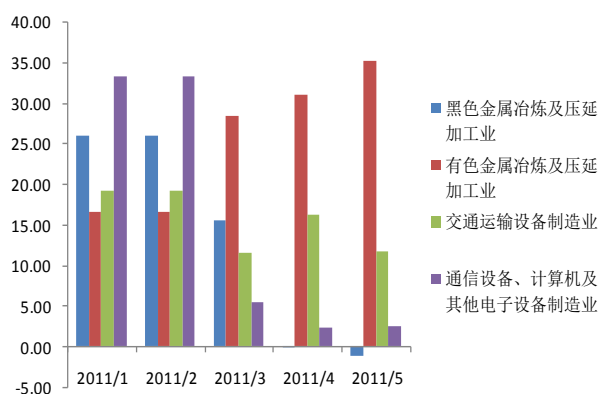


图 8 装备制造业利润累计同比增速较低



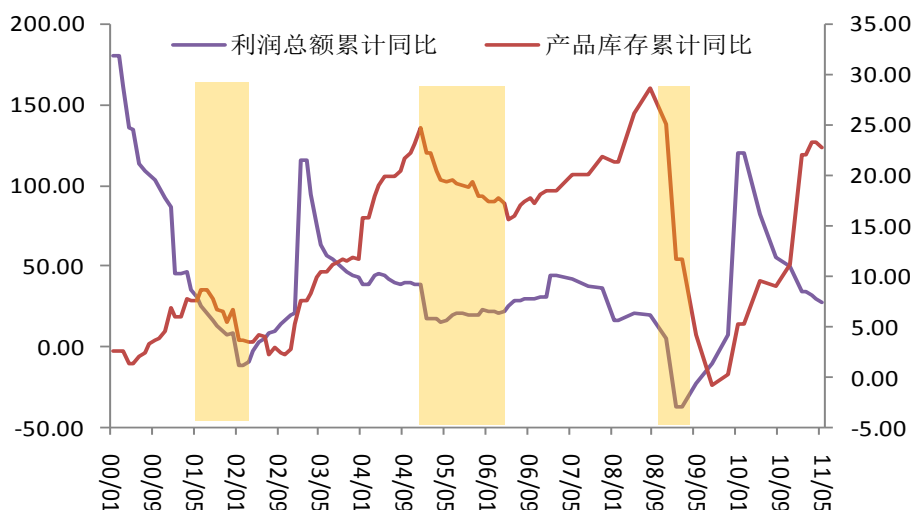
资料来源：ceic，湘财证券研究所

三、企业盈利增速放缓将继续，企业盈利增速最低点仍未到来

结合历史数据可以看到，从 2000-今总共完成三次相对完整的库存周期。历史数据表明，去库存周期长短与去库存激烈程度紧密相关。若去库存速度较快，企业盈利状况同比增速下降较快。若去库存周期较长，企业盈利状况可能微幅调整。根据我们逻辑，若本次去库存推断逻辑假成立，

企业盈利增速放缓已成定局。基于我们对宏观经济形势及政策的判断，本次企业去库存应相对较为温和，对应的时间可能要较长，约为 5-6 个月，对应的时间节点大概在第三季度末。

图 9 产品去库存周期尚未完成



资料来源：ceic，湘财证券研究所

在终端需求放缓与去库存周期的合力下，除受企业销售降低影响外，存货水平的变化也将显著影响工业增加值增速。考虑到货币政策滞后效应、企业去库存周期，我们仍保持一贯的判断：就企业层面来说，盈利增速的最低点并没有到来。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。